

学校编码: 10384
学号: 1762008150097

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

股权分置改革后我国上市公司并购绩效和
特征实证研究

**M&A performance and Characters after the share -
splitting reform: An Empirical Research on Chinese
Listed Companies**

黄 育 明

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2012 年 4 月

论文答辩时间: 2012 年 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2012 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

企业并购作为一种重要的资源配置方式，对推动社会生产力的进步发挥了重要作用。在新兴转轨市场背景下发展起来的我国上市公司并购活动，有着显著的股权分置制度色彩。股权分置改革作为一项革命性的制度变革，为并购活动向市场化转变奠定了全新的制度基础；股权分置改革后，被抑制已久的并购动力日渐迸发，并购市场日趋活跃。

本文以股权分置改革这一制度变迁为研究视角，构建股权分置改革后上市公司并购活动的并购市场绩效和影响因素的理论框架。运用事件研究法考察股权分置改革后上市公司并购活动的短期和长期市场绩效及其影响因素；并进一步考察了股权分置改革后定向增发折价、定向增发绩效及其影响因素，探讨了股权分置改革后大股东改变侵占公司利益方式的可能性。

本文研究表明，股权分置改革后，收购公司并购活动的短期市场绩效均值显著为正，但长期中遭到显著的财富损失。收购公司采用现金支付方式的并购绩效，短期内高于采用股票支付方式的并购绩效，更长时间内差异不显著。收购公司并购活动的关联属性、收购公司第一大股东持股比例与并购绩效在短期和长期中均未发现有显著相关关系。进一步的交互效应研究发现，并购公司的并购活动为关联性并购时，会增强现金支付方式对短期并购绩效的正效应，并购公司第一大股东持股比例越高时，会减弱现金支付方式对短期并购绩效的正效应。

通过对股权分置改革后上市公司定向增发行为研究，本文发现股权分置改革后上市公司定向增发折价显著为正。对定向增发折价影响因素研究结论显示，是否仅面向第一大股东增发，与定向增发折价显著正相关。当定向增发仅面向第一大股东增发且采用现金支付方式时，或当定向增发仅面向第一大股东增发时且第一大股东在定向增发过程中增持比例越大时，会增强仅面向第一大股东定向增发对定向增发折价的正效应。此外，研究发现股权分置改革后上市公司定向增发的长短期绩效显著为负。

股权分置改革后，中国上市公司并购活动逐渐显现出市场化特征，股权分置改革对上市公司并购行为和并购绩效已产生积极作用，但并购活动中利益输送的

动机和行为在股权分置改革后仍然存在。因此，完善上市公司定向增发的定价方法，健全健全上市公司内外部公司治理机制，在并购活动中引入独立的第三方资产评估机构，规范并购活动的信息披露范围和操作程序，制定和完善并购法律法规，以改善并购活动绩效、保护投资者利益，是促进上市公司并购健康运作的重要保障。

关键词：股权分置改革；并购市场绩效；影响因素；并购特征；定向增发

Abstract

Merger and acquisition (M&A), as an important way of resource distribution, plays a significant role in enhancing the advance of social productivity. The merger and acquisition of listed companies in China began to develop in the background of the emerging market during economical transitional period with evident characteristics of share-splitting system. Share-splitting reform, as a revolutionary institutional reform, laid a whole new institutional foundation for the marketization of merger and acquisition; After share-splitting reform, the motive power for M&A is becoming more obvious and the market of M&A more active day by day.

Taking the transition of share-splitting reform as the study perspective, this paper builds a theoretical frame for the market performance and influencing factors of M&A of listed companies in China after share-splitting reform. Besides, the paper uses the methods of “event study” to investigate both the long-term and short-term market performance and influencing factors of M&A of the listed companies in the same period, and further observe the targeted additional discount, the targeted additional performance and the influencing factors, and discuss the possibility of the changing of ways to take up the companies’ interest for strong stock holders.

The study of this paper reveals that after share-splitting reform, in the short term, the acquiring firms could obtain statistically significant positive accumulative abnormal return, while they suffer remarkable loss of wealth in the long term. Cash payment could achieve better market performance than stock during M&A for the acquiring firms in the short term, however, for the long-term performance, the difference become less notable. Neither the short term nor the long term shows marked relationship between the association property of M&A of the acquiring firms, the shareholding ratio of the largest shareholder, and the market performance of M&A. The further study of interactive effect between cash payment manner and other M&A characteristics shows the relative M&A of the acquiring firms could strengthen the

positive effect of the cash payment on the short-term M&A performance, and that the higher the shareholding ratio of the largest shareholder is, the weaker the positive effect will become.

Through the study of the targeted additional stock issuance manner of the listed companies after the share-splitting reform, the paper finds that the targeted additional discount proves obviously positive. Furthermore, the study into the influencing factors of the targeted additional discount also shows that, whether to offer the largest shareholder the targeted additional issuance of stock positively correlates with the targeted additional discount remarkably. And this positive influence could be strengthened in the situation where the targeted additional issuance of stock is only available to the largest shareholder and cash payment is adopted, or when the targeted additional issuance is only available to the largest shareholder and the shareholding ratio of the largest shareholder becomes larger in the process of the targeted additional stock issuance. Besides, the study also finds both of the long-term and short-term performances of the targeted additional stock issuance remarkably negative for the listed companies after share-splitting reform.

After the share-splitting reform, the M&A of the listed companies in China gradually displays the characteristics of marketization, and the share-splitting reform has positive effect on the companies' M&A manner and performance, however, the motive and manner of the transferring of interest still exists in the process of M&A. Therefore, those would be important guarantee to boost the healthy functioning of listed companies' M&A: perfecting the pricing method of the targeted additional stock issuance of the listed companies; building and amplifying the internal and external management system of the listed companies; introducing independent third-party asset evaluation organization during M&A; regulating the range and operation procedure of information disclosure in M&A; formulating and completing the laws and regulations on M&A to improve the performance of M&A and protect the interest of investors.

Keywords: share-splitting reform; market performance of M&A; influencing factors; M&A characteristics; the targeted additional stock assurance.

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景和意义	1
第二节 研究对象和内容	2
第三节 研究思路和框架	3
第四节 论文创新与贡献	5
第二章 理论基础和文献综述	7
第一节 基本概念及理论基础	7
第二节 国内外文献综述	18
第三章 制度背景	34
第一节 并购市场发展历程	34
第二节 股权分置改革背景	37
第三节 股权分置改革后并购市场变化	39
第四章 股权分置改革后并购绩效研究	44
第一节 理论分析与研究假设	44
第二节 股改后并购短期绩效实证分析	48
第三节 股改后并购长期市场绩效实证分析	60
第五章 股权分置改革后定向增发研究	68
第一节 理论分析与研究假设	68
第二节 股改后定向增发折价实证分析	69
第三节 股权分置改革后定向增发绩效实证分析	74
第六章 结论、建议和未来展望	79
第一节 主要研究结论	79
第二节 政策建议	80
第三节 本文局限与未来展望	83
参考文献.....	85
致 谢.....	93

Contents

Chapter 1. Introduction	1
Section one Research Background and Meaning	1
Section two Research Objects and Contents	2
Section three Research Thinking and Frame	3
Section four Innovation and Contribution	5
Chapter 2. Theoretical Basis and Comment of Literature.....	7
Section one Basic Concepts and Theories of M&A	7
Section two Summary of Domestic and Foreign Literature	18
Chapter 3. Analysis of Institution Background	34
Section one The Development of M&A Market	34
Section two The Background of Share-Splitting Reform	37
Section three The Change of M&A Market after Share-Splitting Reform	39
Chapter 4. Research of M&A Performance after Share-Splitting Reform.....	44
Section one Theory Analysis and Research Hypothesis	44
Section two Demonstration Analysis of Short-Term M&A Performance after Reform	48
Section three Demonstration Analysis of Long-Term M&A Performance after Reform	60
Chapter 5. Research on the Targeted Additional Stock Issuance after Reform.....	67
Section one Theory Analysis and Research Hypothesis	67
Section two Demonstration Analysis of the Targeted Additional Discount	68

Section three Demonstration Analysis of the Targeted Additional Stock Performance	73
Chapter 6. Research Conclusions, Policy Suggestions, Research Defects and Prospects	78
Section one Main Research Conclusions	78
Section two Related Policy Suggestions	79
Section three Research Defects and Prospects	82
Reference.....	83
Acknowledgement.....	91

第一章 导论

第一节 研究背景和意义

Berle 和 Means（1932）提出，因为控制权与所有权的两权分离，管理者可能通过投资和成本灌水手段偏离公司股东的利润最大化目标，故公司股东须通过一定的控制机制对管理者进行监督和约束。Jensen 和 Ruback（1983）提出，无论是以董事会构成为代表的内部控制机制，还是以并购为主题的外部控制机制，都会导致管理者争夺公司资源的控制权，从而构成了公司控制权市场，也被称为收购市场。Jensen（1993）则指出，内部控制机制从根本上失败了，因此并购成为了公司控制权市场中最重要控制机制。

西方成熟资本市场上已经经历了五次大的并购浪潮，国外学者对于兼并收购的研究已经形成了一系列相对成熟、完整的并购理论框架体系和并购绩效研究方法。但在我国，由于中国资本市场的特殊性，以及长期以来深沪两市证券市场中的上市公司存在着股权分置的格局，即流通股股东和非流通股股东同股不同权，导致保配保壳动机、政府干预动机，尤其控股非流通股股东为谋取自身利益最大化，倾向于采取隧道效应行为等，使得中国资本市场上的并购动因与国外有着很大的不同。

为了彻底解决股权分置这一长期困扰中国资本市场的问题，国务院于 2004 年 2 月发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，明确解决股权分置问题的决心。中国证监会于 2005 年 5 月启动了股权分置改革试点，并在试点之后全面推开；截至 2006 年 12 月 31 日，上海、深圳两家上交所的共 1269 家公司完成了股改或进入股改程序，股改市值占比达到了 97%，意味着我国股改工作的基本完成。

股权分置改革进程中，许多配合或支持资本市场发展的政策法规陆续出台，尤其 2006 年修订的《上市公司收购管理办法》明确了新制度环境下上市公司并购重组行为的基本操作规范；同时以定价机制市场化为代表的各项制度的改革，以及以全面要约收购为特征的市场化并购重组机制的形成，标志着全流通时代资本市场新的运行规则正在形成。

理论上,在全流通市场环境下,上市公司并购动力增加,并购类型和并购支付方式等并购特征都将出现与股改前并购活动不同的特点;大股东私有收益受到股票市场价的直接影响,大股东行为会逐渐趋于理性,并购重组中的掏空动机和投机动机将受到抑制,并购行为将越来越市场化。而从现实情况来看,股权分置改革后大股东集中持股现象仍较普通,大股东仍有动机和能力进行掏空行为;同时,大股东掏空也出现了新的方式,如股权分置改革后出现的通过定向增发进行利益输送行为。

综上,股权分置改革的完成使上市公司的并购行为和并购动机更加多样化,为后股权分置时代上市公司并购行为及绩效的研究提供了一个良好的契机。而在这样的背景下研究股权分置改革后控制权市场并购绩效和并购特征的意义是也有必要的:一方面,通过研究股权分置改革后上市公司并购绩效及其影响因素,并与股权分置改革前其他学者的研究结论相比较,在一定层面上揭示股权分置改革对中国上市公司并购绩效的影响,并探析新制度背景下大股东掏空动机及行为方式是否发生变化;另一方面,通过本研究,微观上为上市公司并购行为模式的选择和投资者正确把握证券市场并购重组行为提供决策依据,宏观上可为政策制定者、立法和监管者进行并购指引和监督提供政策依据。

第二节 研究对象和内容

本文以股权分置改革后上市公司并购行为作为研究对象,研究股权分置改革后上市公司并购绩效和并购行为呈现的新特征,进而探讨在股权分置改革后大股东“掏空”上市公司动机及方式是否存在改变,以及研究控制权市场发挥作用对上市公司长期绩效改善的可能性。

本文的研究内容包括:(1)对控制权市场、企业并购和并购动机等理论进行清晰的阐述,对于并购绩效的衡量指标进行详细阐述并挑选出适合本文研究的相关指标,为之后的研究奠定了理论基础。(2)研究股权分置改革后上市公司并购的绩效如何,影响因素为何,探讨股权分置改革后控制权市场是否发挥了应有的作用,并购是否能够提升公司的长期价值。(3)通过研究股权分置改革后上市公司向大股东定向增发的折价情况和增发绩效,进一步探讨大股东“掏空”上市公司是否出现新的侵占方式。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库